



港股研究 | 公司深度 | 中国太保 (02601.HK)

低估值龙头，价值修复可期

报告要点

中国太保是具备稳健经营底色、穿越周期韧性的保险龙头。公司依托长期主义经营基因、稳定战略执行与完善资负投研体系筑牢经营壁垒；负债端价值转型持续改善，十五五大康养战略稳步落地，推动主业与康养双向赋能。当前公司处于历史低估值区间，龙头价值修复可期，长期配置价值凸显。

分析师及联系人



吴一凡

SAC: S0490519080007

SFC: BUV596



谢宇尘

SAC: S0490521020001



盛晓双

中国太保 (02601.HK)

2026-04-29

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

低估值龙头，价值修复可期

核心优势：稳健经营底色与长期配置价值

中国太保是保险板块经营风格稳健、穿越周期属性较为突出的龙头标的。公司秉持审慎长期主义经营思路，盈利确定性与经营稳定性优于行业平均水平，长期配置价值具备较强吸引力。

公司经营扎实稳健，抗周期韧性较强，在行业周期波动中展现出优于同业的经营稳定性。1) 盈利方面，2015 年至 2025 年间 ROE 标准差 2.6%，在 7 家上市险企中稳定性领先；2) 经营性现金流方面韧性突出，从 2015 年的 408.9 亿元稳步攀升至 2025 年的 1955.2 亿元，10 年间实现近 4 倍增长，且无一年出现负增长，现金流的持续性与成长性在行业内突出。

扎实稳健特色的支撑是公司稳健的经营底色，其中负债端业务质量较好，资产端较为稳健。

优势根源：长期稳健的内生经营底蕴

太保稳健优势的内核来自其长期主义的内生经营底蕴。1) 公司坚持长期战略转型，战略历经多轮迭代升级，且精准研判行业走向：转型 1.0、2.0 契合行业价值转型与提质增效趋势，长航行动精准针对行业渠道、组织痛点，北极星计划则紧扣康养爆发、数智化渗透的行业新需求；2) 执行层面核心管理层长期深耕公司、认知深度契合，以“老太保”班底保障了战略落地的延续性与一致性，有效规避了经营周期中的波动性；3) 内部运营层面持续深化资产负债匹配管理与专业化投研体系建设，全方位夯实稳健经营底色，为长期价值发展保驾护航。

负债端核心变化：阵痛转型到价值释放

近年来伴随转型效果显现，太保新业务价值强劲反弹。从历史走势看，太保 NBV 呈现先扩张、再深度调整、后强势反弹的转型曲线。2023 年起转型效果开始显现，NBV 同比+19.1%，2024 年延续同比高增 57.7%，2025 年在高基数基础上继续保持 7.7% 稳健增长至 186.09 亿元，转型成效全面兑现，从修复阶段进入可持续的价值成长通道。

渠道双轮驱动成型，NBV 增长动能重构。1) 个险渠道，清虚周期已过，代理人规模触底企稳；规模之外队伍提质成效凸显，人均产能提升领跑同业；2) 银保渠道经历“主动收缩-战略重启”阶段，率先推出“芯”银保战略聚焦价值提升，重启后成为第二增长引擎，未来空间值得期待。

锚定十五五规划，全面落地大康养战略。大康养战略推动太保从“保单经营”向“客户经营”升级，初步实现了保险主业与康养服务双向赋能的良性循环，展望未来，大康养生态价值释放有望持续深化，为公司负债端价值增长注入长期新动能。

投资建议：稳健低估值龙头，价值修复可期

在行业深化改革、回归价值的大背景下，太保凭借极致稳健的经营底色与前瞻性的战略布局，已完成从阵痛转型到价值释放的关键切换。截至 2026 年 4 月 28 日收盘，公司股价对应 2026E PEV 0.48x，处于 2012 年以来估值分位的 18.1%，处于历史底部区间，配置性价比突出。

风险提示

- 1、相关政策出现较大调整；2、资本市场大幅波动；
- 3、行业竞争加剧；4、盈利预测假设不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD)	32.06
------------	-------

注：股价为 2026 年 4 月 28 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

核心优势：稳健经营底色与长期配置价值.....	6
经营扎实稳健，具备突出穿越周期属性	6
风格稳健审慎，业务质地持续优化	8
优势根源：长期稳健的内生经营底蕴.....	11
坚定战略转型，践行长期主义理念.....	11
管理层稳定深耕，战略执行延续性较强	12
持续深耕资负管理，强化专业投研体系建设	13
负债端核心变化：阵痛转型到价值释放	17
新业务价值持续改善，转型成效逐步兑现.....	17
个险渠道规模企稳，渠道产能稳步抬升	18
银保渠道提质扩容，成长动能持续增强	19
锚定十五五规划，全面落地大康养战略	21
投资建议：低估值龙头，价值修复可期	24
风险提示.....	25

图表目录

图 1：中国太保 ROE 在上市险企中较为稳定（%）	6
图 2：上市险企净稳定现金流同比变动（%），太保净现金流持续、稳定、增长	7
图 3：2015-2024 年中国太保分红率（%）	7
图 4：新单打平收益率（%）	8
图 5：存量保单打平收益率（%）	8
图 6：中国太保综合成本率（COR）长期领先，实现连续十年承保盈利（%）	8
图 7：太保寿险久期缺口持续缩短，久期匹配更好（年）	9
图 8：太保持续延展固定收益资产久期（年）	9
图 9：上市险企总投资收益率，太保整体表现稳定（%）	9
图 10：上市险企净投资收益率，太保整体表现稳定（%）	9
图 11：AMC 内部受托权益资产长期业绩表现.....	10
图 12：代表公司高股息策略理念的股息价值产品表现出色	10
图 13：中国太保发展战略复盘：转型 1.0、2.0	11
图 14：重视资产负债管理：三个原则与三个匹配.....	14
图 15：建立“以产品为原点”的资产负债管理机制	14
图 16：资产端以跨越周期为目标，推进资产配置持续优化	14
图 17：负债端降成本、优结构、增弹性	14
图 18：中国太保投研模式持续迭代.....	15
图 19：权益投资：以股息价值为核心，形成多元化策略体系.....	16
图 20：固收投资：精细化管理思路，灵活运用多种策略	16
图 21：2015 年-2024 年近十年平均综合投资收益率 Vs 夏普比率.....	16

图 22: 中国太保新业务价值及同比增速, 近几年强势反弹 (亿元, %)	17
图 23: 中国太保新业务价值率 (首年保费) 呈回暖修复趋势 (%)	17
图 24: 上市险企代理人数量同比增速 (%), 太保率先进行代理人清虚提质	18
图 25: 中国太保代理人数量, 经历前期深度清虚提质后规模企稳 (万人, %)	18
图 26: 中国太保代理人人均产能大幅提升 (元/月)	19
图 27: 代理人人均产能同比增速, 太保提升明显 (%)	19
图 28: 银保新单占总新单比, 银保渠道重要性再次凸显 (%)	19
图 29: 银保新单同比变动 (%)	19
图 30: 中国太保“芯”银保顶层设计	20
图 31: 中国太保“芯”银保关键优势	20
图 32: 中国太保银保渠道 NBV 及占比 (亿元、%)	20
图 33: 中国太保银保渠道新单保费及占比 (亿元, %)	20
图 34: 中国太保银保渠道新业务价值率稳步提升 (%)	21
图 35: 中国太保“大康养”一体化产服生态	21
图 36: 大康养方面, 太保家园+源申康复医院提升健康养老服务能级	22
图 37: 太保家园在全国落地“13 城 15 园”	22
图 38: 中国太保估值位于 2012 年以来 18.1%分位, 处于历史底部区间	24
表 1: 中国太保集团层面主要管理层人事变动	12
表 2: 中国太保寿险子公司主要管理层人事变动	12
表 3: 中国太保产险子公司主要管理层人事变动	13
表 4: 中国太保管理层总览	13
表 5: 太保产险 2023 年 ALM 能力评估为行业第一档; 寿险 ALM 能力 2021-2023 年连续三年为行业第一档	14
表 6: 太保家园全国布局, 已落地“13 城 15 园”	22
表 7: 公司盈利敏感性分析 (单位: 亿元)	25

核心优势：稳健经营底色与长期配置价值

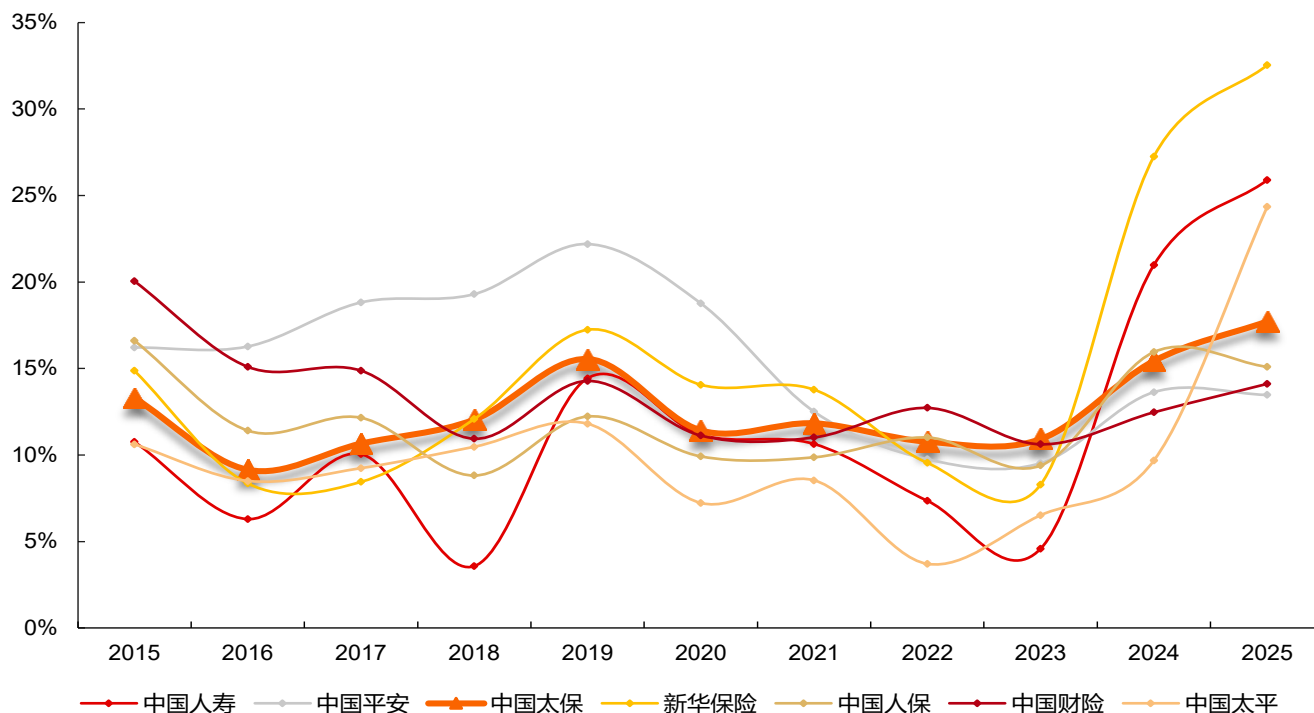
中国太保是保险板块经营风格稳健、穿越周期属性较为突出的龙头标的。公司秉持审慎长期主义经营思路，盈利结构均衡、经营波动可控，盈利确定性与经营稳定性优于行业平均水平，长期配置价值具备较强吸引力。

经营扎实稳健，具备突出穿越周期属性

中国太保经营质地扎实、财务表现稳健，其盈利稳定性与现金创造能力具备突出的穿越周期属性，主要体现为 ROE 及经营性现金流的稳定。

从盈利来看，中国太保加权平均净资产收益率（ROE）长期保持在行业较优水平且稳定性突出。公司 2024 年 ROE 达 15.4%，2025 年提升至 17.7%，体现出较强的股东回报能力与资产运营效率，盈利质量扎实；从稳定性来看，2015 年至 2025 年间 ROE 标准差 2.6%，在 7 家上市险企中稳定性领先。

图 1：中国太保 ROE 在上市险企中较为稳定（%）



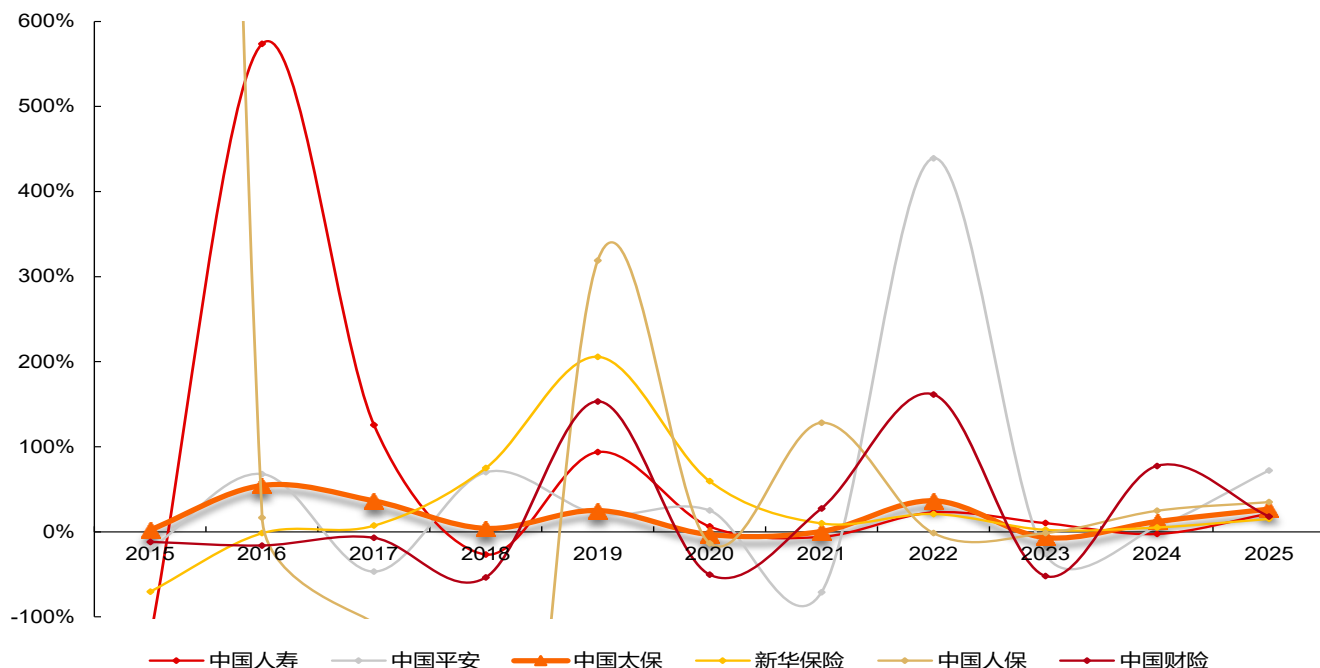
资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

从经营性现金流角度来看，中国太保韧性突出。经营性现金流的持续、稳定、高增特征，构成了穿越周期的核心安全垫。公司经营性现金流自 2014 年以来始终保持持续大额净流入，从 2015 年的 408.9 亿元稳步攀升至 2025 年的 1955.2 亿元，10 年间实现近 4 倍增长，且无一年出现负增长，现金流的持续性与成长性在行业内突出。

太保现金流的波动稳定性显著优于同业。2015-2025 年间同比增速的标准差仅为 19.9%，远低于中国人寿（180.8%）、中国平安（138.1%）、中国人保（1605.3%）等其他头部险企，充分体现了其业务结构均衡、资产负债匹配扎实、经营节奏可控的核心优势。不

同于 EV、NBV 受精算假设扰动、净利润受新准则影响的会计指标，经营性现金流真实反映业务创造现金的能力，是企业长期稳健经营、持续分红能力的核心基石，太保持续、稳定、高增的净稳定现金流，也彰显了极致稳健的经营底色与长期配置价值。

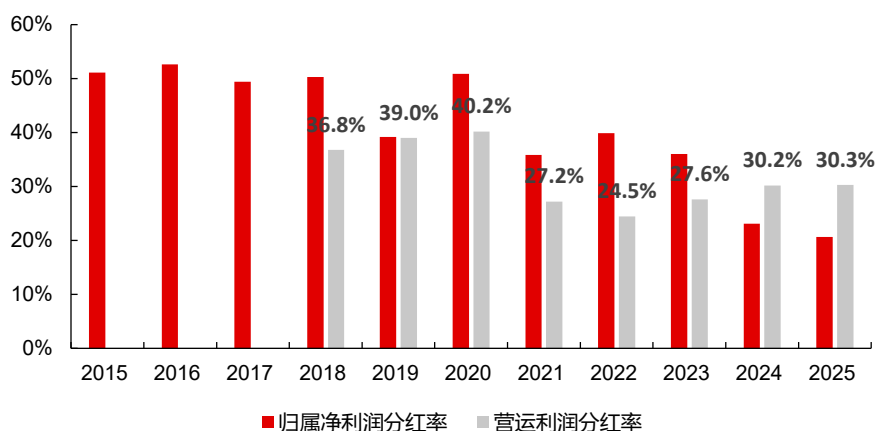
图 2：上市险企净稳定现金流同比变动（%），太保净现金流持续、稳定、增长



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：部分数据方差较大，为便于展示限定坐标轴范围为-100%至+600%

稳健经营风格下太保分红稳健且持续，为股东提供稳定回报。2024 年公司确立了以营运利润为核心锚点的分红机制，未来现金分红将以归母营运利润增幅为核心厘定依据，同时兼顾投资端正向贡献，在强化分红稳定性与可预期性的同时，保留业绩弹性空间。按更能反映主业真实盈利能力的营运利润口径计算，公司分红率呈现逐年稳步提升趋势，2022-2025 分别达 24.5%、27.6%、30.2%、30.3%。

图 3：2015-2024 年中国太保分红率（%）



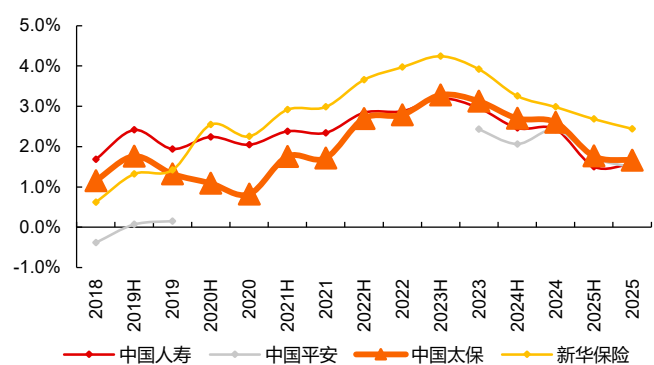
资料来源：公司公告，长江证券研究所

风格稳健审慎，业务质地持续优化

中国太保扎实稳健特色的具体支撑是公司稳健的经营底色，其中负债端业务质量较好，资产端较为稳健。

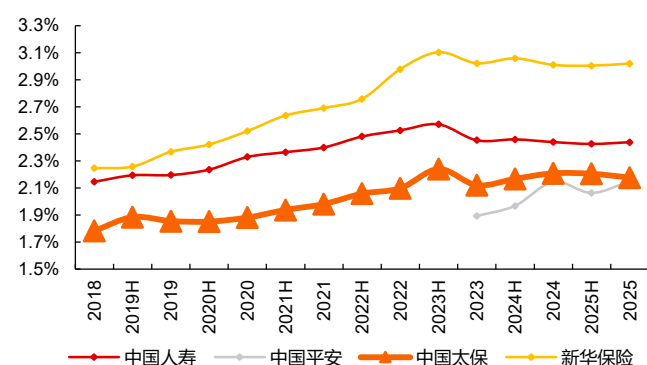
寿险板块通过长航行动、北极星计划持续优化产品结构，主动压降负债成本，打造低利率环境下的成本优势。从增量业务负债成本看，2025年太保新业务价值打平收益率1.7%，低于新华（2.4%），与国寿（1.6%）、平安（1.5%）接近；从存量负债成本来看，截至2025年太保有效业务价值打平收益率2.2%，低于国寿（2.4%）、新华（3.0%），仅略高于平安（2.1%），且较2025H表现出下降趋势。

图 4：新单打平收益率（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

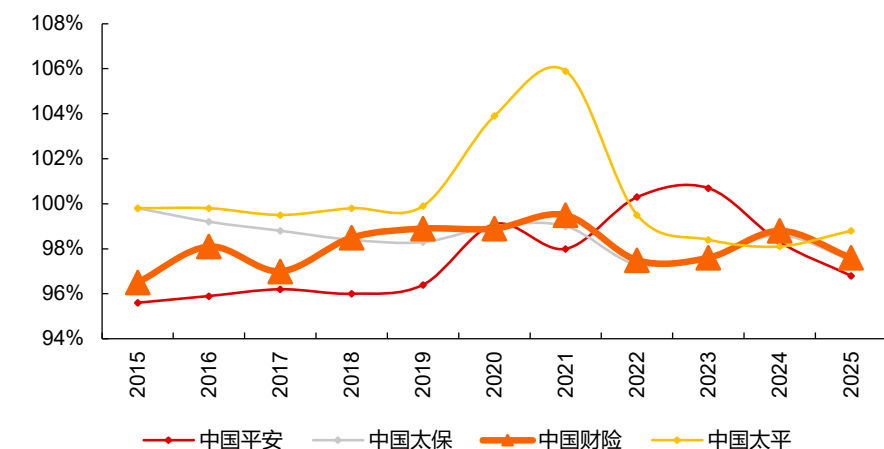
图 5：存量保单打平收益率（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

财险板块坚持效益优先。综合成本率（COR）长期维持行业领先水平，近十年承保盈利，为营运利润提供稳定的主业支撑。一方面，通过严苛的风险定价与精细化赔付管理，综合成本率（COR）长期维持行业领先水平；另一方面，坚持业务结构优化，车险提质增效、非车险优结构提效益，主动压降高风险低效益业务，2025年健康险、企财险等实现扭亏为盈。

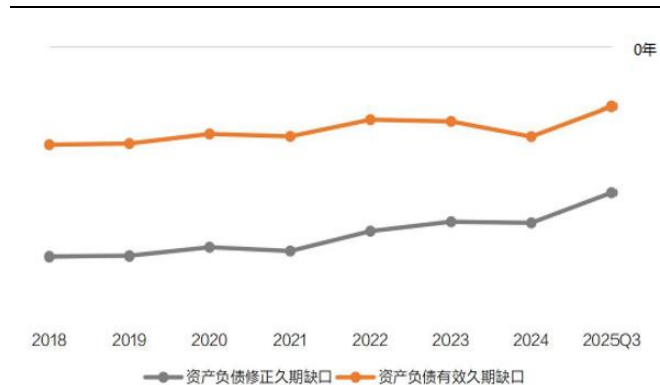
图 6：中国太保综合成本率（COR）长期领先，实现连续十年承保盈利（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

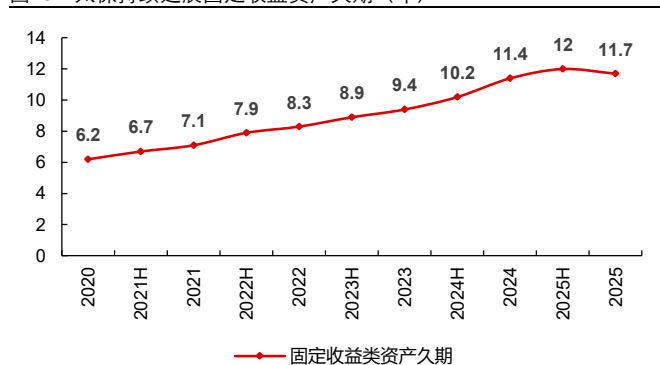
公司以穿越周期为目标，持续优化资产负债匹配，净资产稳定性更强。太保寿险资产负债有效久期缺口、修正久期缺口持续缩短，期限结构匹配良好，净资产稳定性更强，有效减轻利差损风险；将固收类资产久期从 6.2 年大幅拉长至 11.7 年，有效对冲利率下行风险，筑牢利差安全垫。

图 7：太保寿险久期缺口持续缩短，久期匹配更好（年）



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

图 8：太保持续延展固定收益资产久期（年）

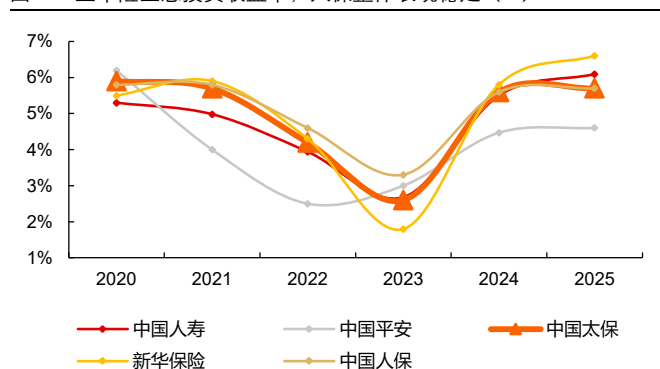


资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资表现稳健出色。公司 2020-2025 年平均净投资收益率为 4.12%，在 5 家上市险企中表现居中，但稳定性表现十分突出，5 年间标准差 0.48% 领先同业。

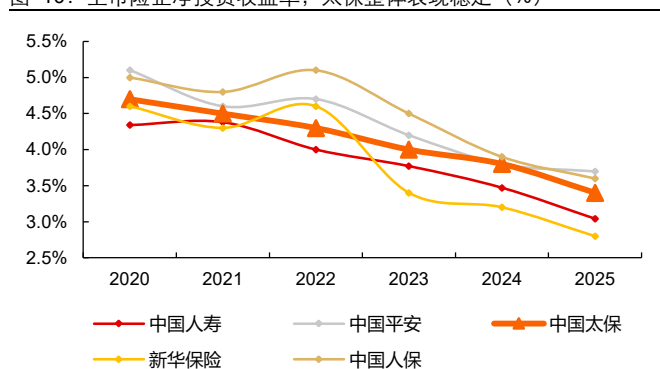
此外公司受托内部权益资产的长期业绩表现出色，自 2012 年以来 AMC 权益投资 14 年累计收益率为 475.8%，相比同期基金中位数累计超额 240.2%，累计业绩在基金排名中位于前 9%。相对同期指引基准累计超额 308.2%，累计超额收益额 546 亿（数据截止 2025 年 11 月 18 日）。另外公司较早开始践行高股息策略，且业绩良好，高股息策略代表性产品卓越财富股息价值产品较中证红利全收益、沪深 300 全收益表现出色。

图 9：上市险企总投资收益率，太保整体表现稳定（%）



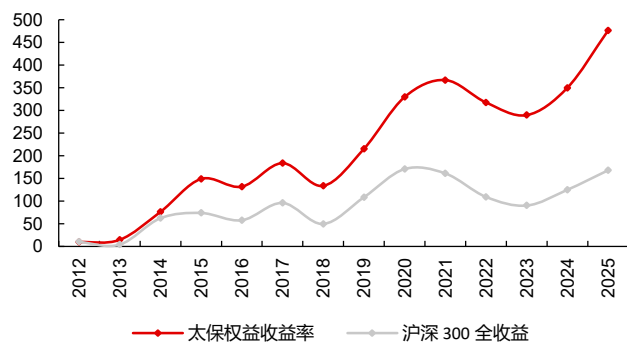
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：上市险企净投资收益率，太保整体表现稳定（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11: AMC 内部受托权益资产长期业绩表现



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所 注：数据截止 2025 年 11 月 18 日

图 12: 代表公司高股息策略理念的股息价值产品表现出色



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：数据截止 2026.4.28

优势根源：长期稳健的内生经营底蕴

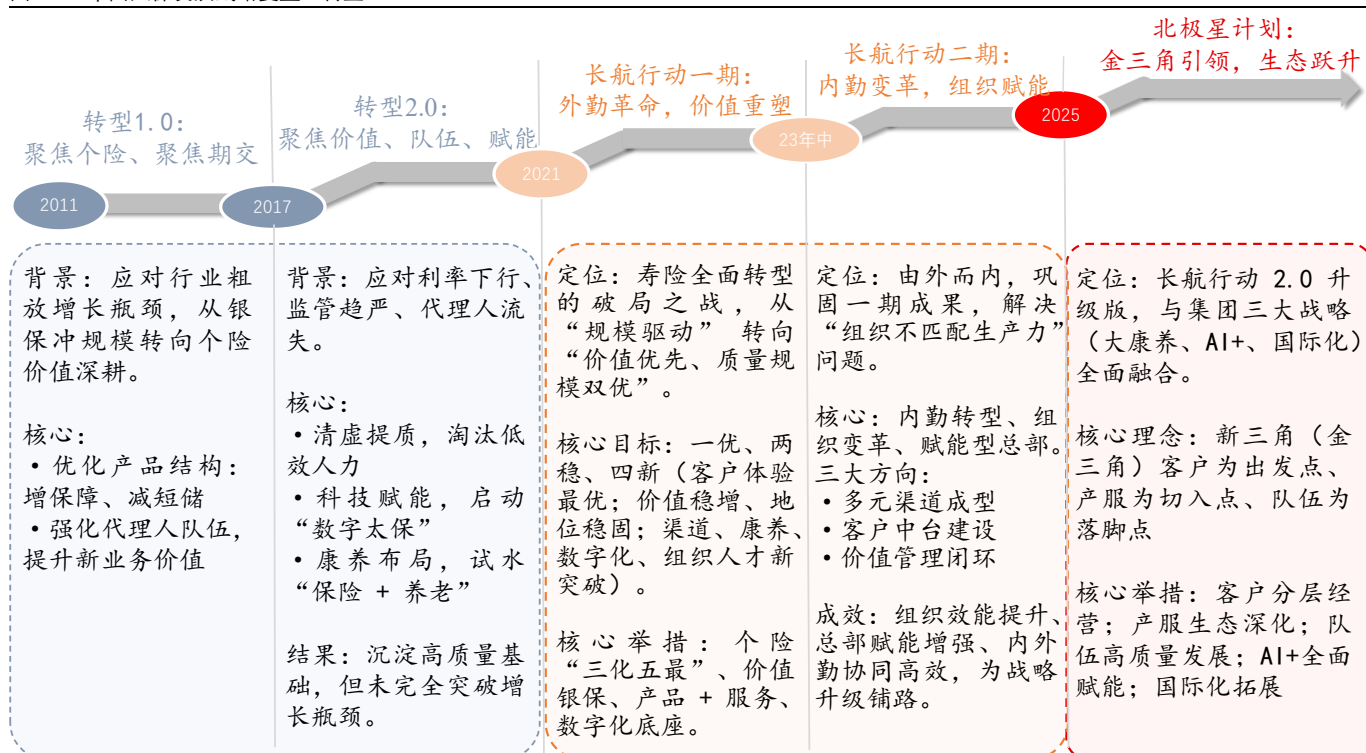
太保稳健优势的内核来自长期主义的内生经营底蕴。公司坚持长期战略转型，战略历经多轮迭代升级，且精准研判行业走向；执行层面核心管理层长期深耕公司、认知深度契合，以“老太保”班底保障了战略落地的延续性与一致性，有效规避了经营周期中的波动性；内部运营上持续深化资产负债匹配管理与专业化投研体系建设，全方位夯实稳健经营底色，为长期价值发展保驾护航。

坚定战略转型，践行长期主义理念

中国太保坚定实施转型，战略历程历经多轮迭代升级：**1) 转型 1.0**（2011-2017）从银保粗放扩张转向个险价值深耕，夯实业务基础；**2) 转型 2.0**（2018-2020）聚焦价值与赋能，推进代理人清虚提质、数字化及康养初步布局；**3) 长航行动一期**（2022.1-2023.6）以“外勤革命”为核心，聚焦个险职业化、专业化、数字化建设与银保价值转型，实现价值增长破局，**4) 长航行动二期**（2023.7-2024 年底）顺势推进“内勤变革”，通过组织重构、客户中台建设与权责优化，解决组织效能与生产力匹配问题，巩固转型成果；**5) 北极星计划**（2025 年起）深化升级，深度融合集团大康养、AI+、国际化三大战略，推动公司向“保险+服务+科技”的生态化发展模式转型。

结合行业趋势回头看，太保的布局极具战略眼光。中国太保始终精准研判行业走向，转型 1.0、2.0 契合行业价值转型与提质增效趋势，长航行动精准针对行业渠道、组织痛点，北极星计划则紧扣康养爆发、数智化渗透的行业新需求，既实现自身高质量发展，也为行业转型提供了标杆，彰显了长远的战略考量。

图 13：中国太保发展战略复盘：转型 1.0、2.0



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

管理层稳定深耕，战略执行延续性较强

管理层较为稳定，变动后回归老太保，垂直穿透下战略执行力及连贯性较强。2024-2025 年太保经历了较为密集的管理层变动，当前主要管理层大部分为太保体系培养，垂直穿透力及战略连贯性将显著增强。

集团层面：傅帆+赵永刚，投资运营双核重塑，太保体系强化纵向穿透。傅帆由总裁升任董事长，深厚的资管背景为集团在低利率环境下锚定“资产端稳健”的定力；赵永刚作为在太保体系成长超二十年的老将（1995 年即加入太保）回归出任总裁，显著强化了内部协同与战略落地的执行力。随后，苏罡同时兼任财务负责人与首席投资官，实现财务与投资的大统筹，直至 2025 年底刘龙接任专职首席投资官，既保持了资产负债联动的连贯性，又让投资条线回归太保体系资深专家深耕。

表 1：中国太保集团层面主要管理层人事变动

任职时间	职位	前任职	现任职	内容
2024.01	董事长	孔庆伟	傅帆	资管专家掌舵，强调资产端稳健
2024.01	总裁	傅帆	赵永刚	体系内老将（1995 年即加入太保）回归，强化内部协同执行
2025.01	财务负责人	张远瀚	苏罡	兼任副总裁、首席投资官，财务投资大统筹
2025.12	首席投资官	苏罡(兼)	刘龙	投资与财务分工明确化，刘龙亦为太保体系培养，深耕投资领域

资料来源：公司公告，长江证券研究所

寿险层面：太保体系实战派接棒。总理由深耕太保体系多年、成功打造银保高增长曲线的李劲松（2001 年加入太保）接任；2024 年 12 月集团总裁赵永刚（1995 年加入太保）兼任寿险董事长，实现集团战略向核心子公司的垂直穿透，寿险“长航转型”的执行力度提升。李劲松熟悉太保渠道基因与内部流程，赵永刚为转型 1.0 和 2.0 的核心操盘手，二人组合确保了“大康养”战略下寿险业务从产品设计、渠道重构到客户经营的全链条连贯性，避免了因领导层更迭导致的战略摇摆，战略一致性及执行力有望增强。

表 2：中国太保寿险子公司主要管理层人事变动

任职时间	职位	前任职	现任职	内容
2024.07	总经理	蔡强	李劲松	深耕太保体系多年，熟悉太保渠道基因与内部流程
2024.12	董事长	潘艳红	赵永刚(兼)	集团总裁兼任，体现对寿险转型的高度重视

资料来源：公司公告，长江证券研究所

产险层面：科技与风控双线并进，管理层内部提拔保障战略连贯。太保产险的管理层更替同样遵循内部培养的逻辑。2024 年 11 月，曾义到龄退休，具有会计师职称并长期分管人力资源、合规与风险管理的陈辉接任总经理。2025 年 6 月，顾越卸任，原太保科技董事长俞斌接任董事长。俞斌同样是太保体系内成长起来的干部（1991 年加入太保），兼具产险一线经营经验与科技公司管理背景，“科技赋能产险”战略从探索阶段进入加速落地阶段。

两人均为太保体系长期培养的核心人才，确保了顾越时代奠定的“有效益、可持续、精细化、有韧性”增长模式得以延续，同时通过科技注入新动能，战略连贯性与创新执行力兼得。

表 3：中国太保产险子公司主要管理层人事变动

任职时间	职位	前任职	现任职	内容
2024.11	总经理	曾义	陈辉	老将到龄退休，合规风控背景高管上台，强化风控合规导向
2025.06	董事长	顾越	俞斌	原科技负责人掌舵财险，发力 AI 与数据驱动，科技赋能产险战略加速

资料来源：公司公告，长江证券研究所

整体来看，当前太保管理层绝大多数为太保体系内部培养而来，对公司文化、战略及业务理解深刻，战略执行力及稳定性较强。

表 4：中国太保管理层总览

姓名	职务	履历
傅帆	集团董事长、执行董事	傅先生曾任上投实业投资公司副总经理，上投摩根基金管理有限公司副总经理，上海国际信托有限公司总经理、副董事长，上海国有资产经营有限公司董事长，上海国际集团有限公司董事、总经理，本公司总裁，太保资产董事等。傅先生拥有研究生学历、硕士学位、经济师职称。
赵永刚	集团执行董事、总裁，太保寿险董事长	赵先生曾任太保寿险战略转型办公室主任、黑龙江分公司总经理、河南分公司总经理，太保寿险人力资源总监，本公司副总裁，海通证券股份有限公司监事会副主席、董事等。赵先生拥有大学学历、学士学位、经济师职称。
俞斌	集团副总裁，太保产险董事长，太保科技董事长	俞先生曾任太保产险非水险部副总经理、核保核赔部副总经理、市场研发中心总经理、市场部总经理，太保产险市场总监、副总经理，太保在线执行董事、总经理，本公司助理总裁等。俞先生拥有硕士学位、经济师职称。
马欣	集团副总裁，太平洋健康险董事长，太保寿险董事	马先生曾任太保寿险陕西分公司总经理，本公司战略企划部总经理、战略转型办公室主任、转型总监、董事会秘书，太保产险董事，长江养老董事等。马先生拥有硕士学位、经济师职称。
苏罡	集团副总裁、首席投资官、财务负责人，太保资本董事长，太保资产董事，长江养老董事	苏先生曾任本公司投资者关系部负责人，太保资产项目投资总监、副总经理兼另类投资管理中心总经理，太保寿险副总经理，长江养老总经理、董事长等。加入本公司之前，苏先生曾任申银万国证券公司固定收益总部总经理、投资银行总部副总经理。苏先生拥有研究生学历、博士学位、高级经济师职称。
李劲松	太保寿险执行董事、总经理	李先生曾任太保寿险四川分公司总经理，太保寿险公司银行保险部总经理，太保寿险公司总经理助理、副总经理，太保集团市场副总监兼战略客户部总经理，长江养老董事等。李先生拥有本科学历、硕士学位。

资料来源：公司公告，长江证券研究所 截至 2026.4.28

持续深耕资负管理，强化专业投研体系建设

中国太保基于保险资产负债管理长期可持续的根本前提，进一步完善穿越周期的资产负债管理体系，持续提升和强化投研能力与合规风控能力。公司在战略资产配置牵引下进行有纪律且灵活的战术资产配置，严控信用风险，持续延展固定收益资产久期，降低再投资风险；充分考虑新会计准则的影响，优化资产会计分类，并进一步强化主动投资管理，其中“股息价值”作为长期核心策略持续获得积极效果，投资业绩表现较好，集团管理资产规模保持稳定增长。

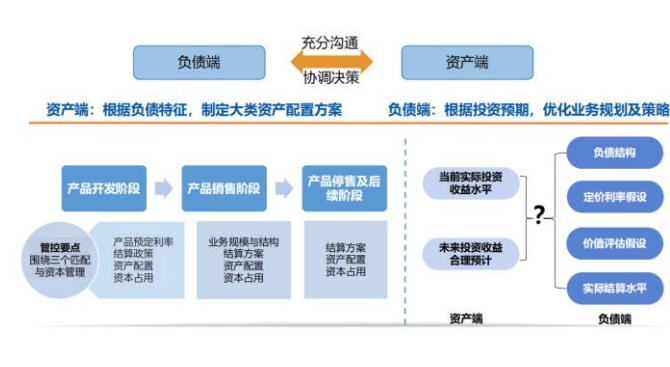
重视资负匹配，建立“以产品为原点”的资产负债管理机制。太保坚持安全性、盈利性、流动性三大底线，严格落实成本收益匹配、期限结构匹配、现金流匹配，建立产品全周期资负联动管理机制：产品开发阶段同步锚定资产收益假设与定价利率；销售阶段联动资产配置节奏与资本占用；存续阶段动态优化结算政策，实现负债策略与资产能力同频，从源头管控利差风险。

图 14：重视资产负债管理：三个原则与三个匹配



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

图 15：建立“以产品为原点”的资产负债管理机制



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

资产端哑铃型配置+久期精细化管理。采用哑铃型结构，固收端拉长长久期利率债占比、严控久期缺口，压降再投资风险；权益端坚持股息价值核心+多元卫星策略，追求稳定绝对收益；另类聚焦大康养、新基建、战新产业，以长期稳定现金流拉长资产久期、增厚收益；同步以香港为枢纽推进全球化配置，分散周期风险。

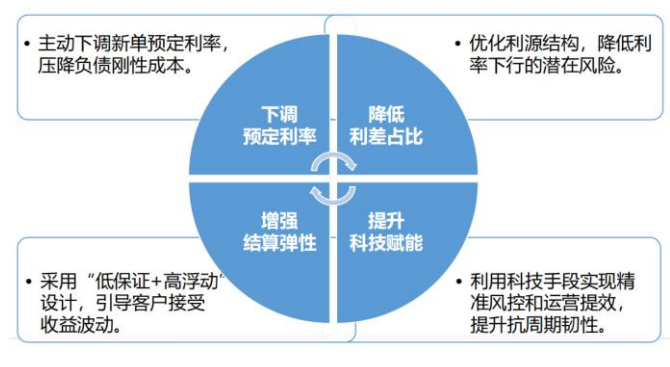
负债端主动降本+增强弹性。主动下调新单预定利率、压降刚性成本，推行低保证 + 高浮动产品设计，优化利源结构；依托科技赋能精准风控与运营提效，提升负债端抗周期韧性，与资产端形成良性循环。

图 16：资产端以跨越周期为目标，推进资产配置持续优化



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

图 17：负债端降成本、优结构、增弹性



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

综合来看，中国太保寿险、产险连续多年获评监管**资产负债管理能力第一档**；寿险政府债配置大幅提升，有效久期缺口持续收窄，期限匹配水平行业领先，穿越利率周期能力显著增强。

表 5：太保产险 2023 年 ALM 能力评估为行业第一档；寿险 ALM 能力 2021-2023 年连续三年为行业第一档

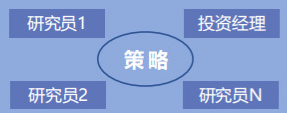
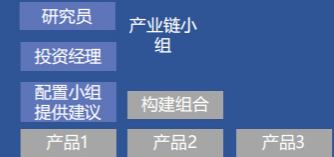
产险公司	评估得分区间	2018 试运行	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
第 1 档	≥95 分	0	0	0	1	1	—	✓
第 2 档	[90, 95) 分	0	3	3	4	3	✓	—
第 3 档	[85, 90) 分	2	2	3	0	8	—	—
寿险公司	评估得分区间	2018 试运行	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
第 1 档	≥95 分	0	3	2	3	6	✓	✓

第 2 档	[90, 95) 分	2	2	7	7	5	—	—
第 3 档	[85, 90) 分	3	12	4	9	15	—	—

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投研模式持续迭代,投研 3.0 模式下投研一体化深度融合。构建产业链专业化投研小组，覆盖 AI、碳中和、科技医药、大健康、消费等赛道，打破部门边界，实现研究到投资的高效转化，投研模式从边界清晰迭代至深度融合、一体化作战。

图 18：中国太保投研模式持续迭代

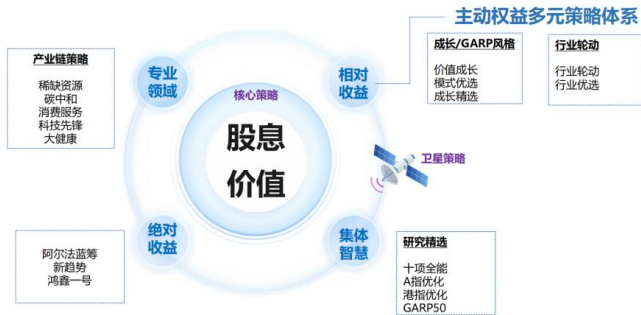
	2011-2017	2018-2020	2021至今
模式概览	投研1.0 部门边界清晰，人员互动有限 - 研究部提供投资支持 - 部门界限清晰，人员互动有限 - 初步构建策略小组合作模式	投研2.0 打破边界，深度合作 - 打破部门边界，按照风格构建投资小组 - 投资经理和研究员共同挖掘投资机会，根据客户需求孵化策略 - 投研一体化模型初步形成	投研3.0 投研一体化，深度融合 - 投资经理与研究员按照产业链组成研究小组，深度挖掘产业投资机会 - 研究成果按照主题建构投资组合，小组成员动态维护，成果共享 - 资产配置小组提供配置建议，投资经理优选赛道进行组合增强
配合流程			
响应机制	随机应变，就事论事 投资经理调整投资组合	战术预判，需求主导 根据市场需求孵化策略风格	长期规划，主动出击 组合经理在主题组合基础上构建产品组合
响应效率	前台业务团队核心把控，未能有效激活中后台资源	中后台资源引入，但未能最大化前后台配合，综合提效	前中后台高效配合，最大化资源优势反馈需求

资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

坚持长周期考核与市场化机制，搭建智能投研平台提升投研效率。1) 坚持 3—5 年滚动长期考核，平抑市场短期波动，鼓励逆向投资与长期布局；实行集团内市场化委托管理，绩效归因清晰、权责匹配，兼顾国有稳健底色与市场化竞争活力，为长期价值投资提供制度保障；2) 搭建投研智能化平台，整合内外数据，覆盖投研看板、智研瞬查、智能问答、ESG、内部评级、舆情监控等全场景，实现数据、模型、管控能力一体化，以科技提升投研效率与决策前瞻性。

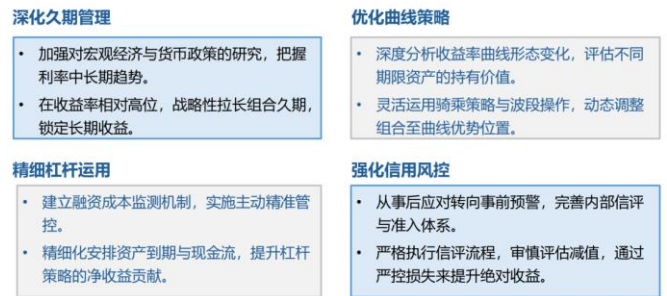
策略体系与资产协同：权益形成以股息价值为核心、多策略互补的体系；固收以久期、杠杆、曲线、信用风控精细化策略应对低利率；另类聚焦医疗健康、科技创新、基础设施、并购投资，联动集团大康养战略；全球配置与境内资产形成互补，全方位支撑穿越周期的稳健收益目标。

图 19：权益投资：以股息价值为核心，形成多元化策略体系



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

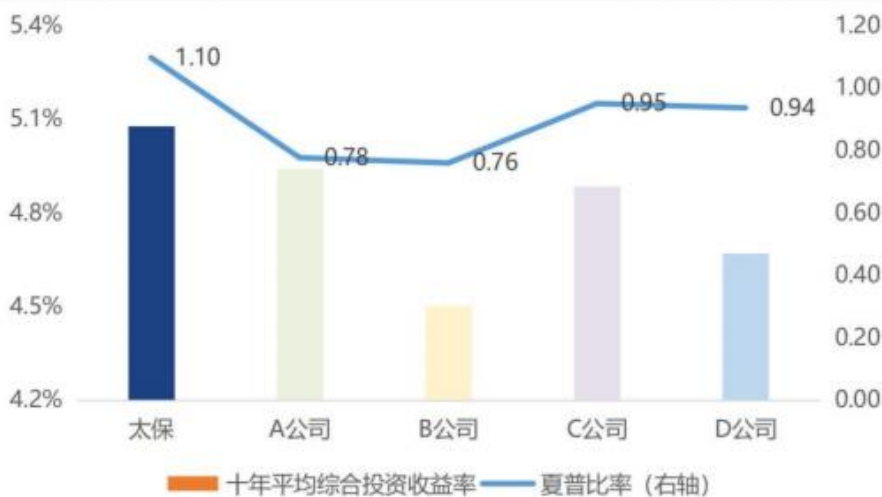
图 20：固收投资：精细化管理思路，灵活运用多种策略



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

就结果来看，太保的主动权益长期跑赢基准，股息价值策略穿越牛熊；受托集团资金累计贡献大额超额收益；企业年金、基本养老投资业绩行业领先，投研体系的稳定性、专业性与长期业绩得到充分验证。

图 21：2015 年-2024 年近十年平均综合投资收益率 Vs 夏普比率



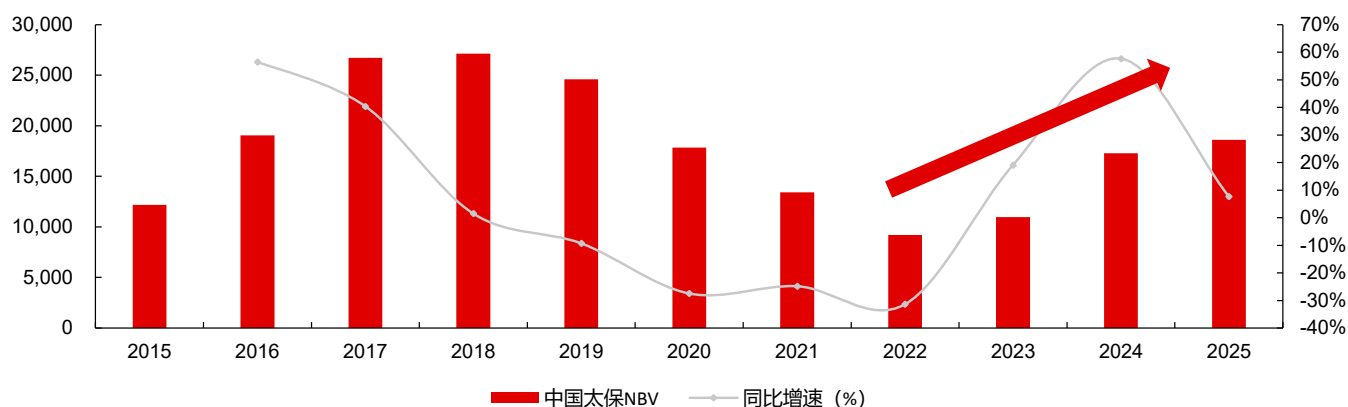
资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

负债端核心变化：阵痛转型到价值释放

新业务价值持续改善，转型成效逐步兑现

近年来伴随转型效果显现，太保新业务价值强劲反弹。从历史走势看，太保 NBV 呈现先扩张、再深度调整、后强势反弹的转型曲线：1) 2015-2018 年行业高速增长期，公司 NBV 从 121.7 亿元稳步攀升至 271.2 亿元的阶段性高点；2) 2019-2022 年受外部环境、内部转型（行业代理人清虚、渠道转型、产品切换）等多重压力影响，NBV 进入深度调整阶段，2022 年触底至 92.05 亿元，进入公司战略转型艰难的阵痛期；3) 2023 年起转型效果开始显现，NBV 同比回升 19.1%，2024 年 NBV 大幅反弹 57.7% 至 172.82 亿元；2025 年在高基数基础上继续保持 7.7% 稳健增长至 186.09 亿元，转型成效全面兑现，从修复阶段进入可持续的价值成长通道。

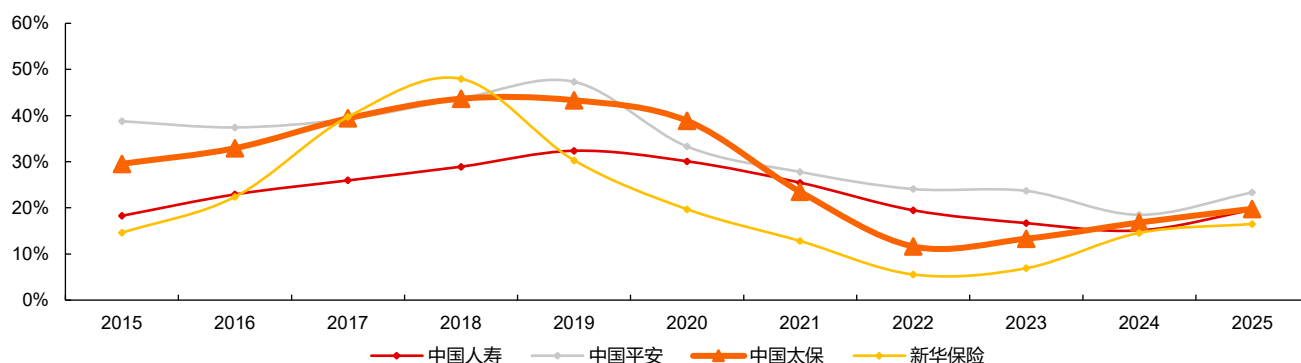
图 22：中国太保新业务价值及同比增速，近几年强势反弹（亿元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

伴随 NBV 反弹，太保新业务价值率同样显著回暖，业务质效改善向好。2025 年太保寿险新业务价值率达到 19.8%，同比大幅提升 3.0pct，创下近年最优水平，充分印证转型已从规模修复转向价值提质的深度兑现阶段。

图 23：中国太保新业务价值率（首年保费）呈回暖修复趋势（%）



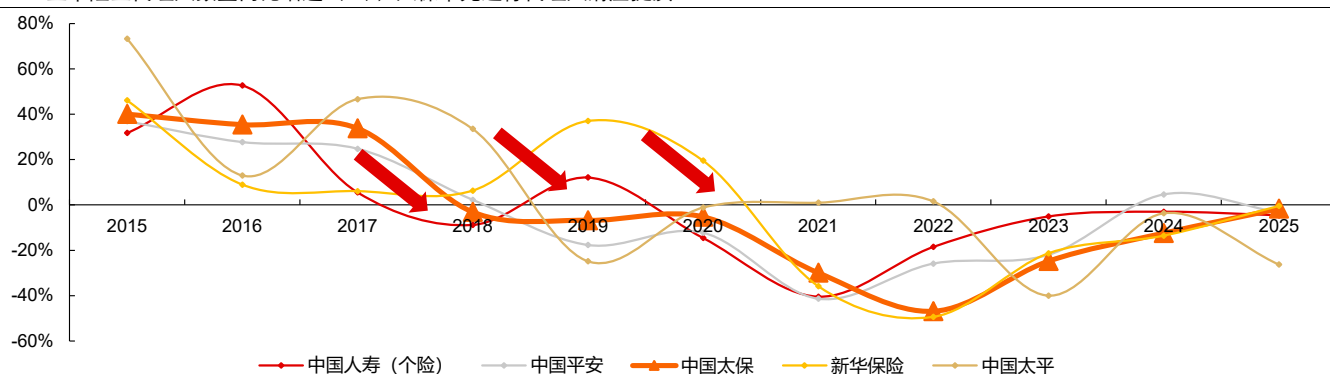
资料来源：公司公告，长江证券研究所

NBV 强劲反弹及价值率显著回暖背后是太保战略转型的深度落地：1) 个险渠道清虚提质见效，队伍结构与产能持续优化，重新夯实价值基本盘；2) 银保渠道率先推进价值化转型，放弃低价值冲规模，转向高价值期缴与分红险为主，快速跃升为第二增长引擎，形成个险稳固+银保高增的双轮驱动格局；3) 叠加产品结构升级、负债成本优化等，新业务价值率持续提升，NBV 增长的质量与可持续性显著增强。

个险渠道规模企稳，渠道产能稳步抬升

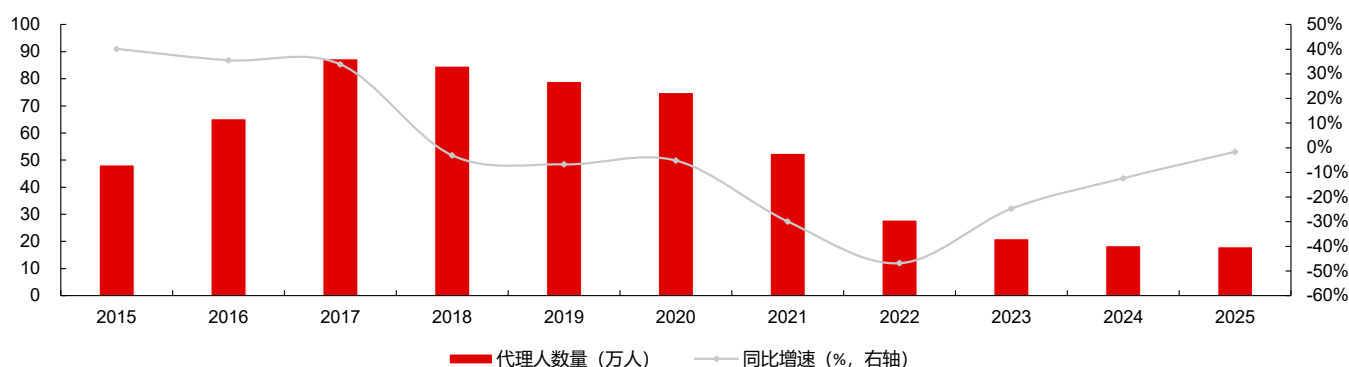
个险渠道，清虚周期已过，代理人规模触底企稳。太保寿险代理人队伍已较先走完行业“规模扩张-深度清虚-提质企稳”的周期，队伍规模探底后已进入稳定平台期。具体来看，经过长航行动的深度清虚提质，代理人数量从 2017 年的 87.4 万人的高点降至 2022 年的 27.9 万人，完成低效力人的出清与队伍结构的重塑；2024-2025 年队伍规模保持在 18-19 万人，同比降幅持续收窄并趋近于 0，代理人清虚已基本结束，规模已实现触底企稳，为后续产能提升与渠道高质量发展奠定了坚实基础。

图 24：上市险企代理人数量同比增速（%），太保率先进行代理人清虚提质



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 25：中国太保代理人数量，经历前期深度清虚提质后规模企稳（万人，%）

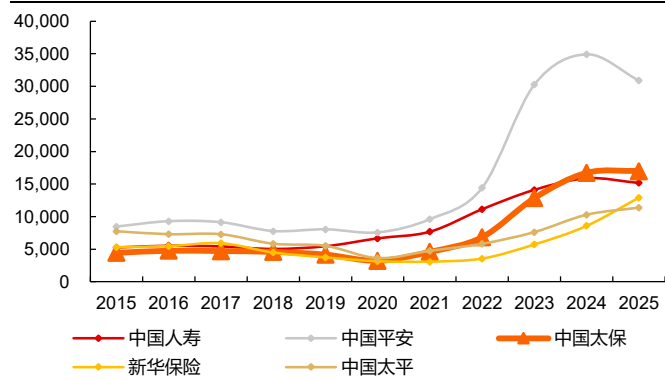


资料来源：公司公告，长江证券研究所

规模之外，队伍提质成效凸显，人均产能大幅提升。2020 年以来太保代理人人均产能持续增长，2025 年人均产能已超越新华保险、中国太平，与中国人寿基本持平，成为头部险企中产能提升最为显著的标的之一。代理人人均产能的大幅提升核心源于长航行动下的“职业化、专业化”改革，通过绩优人力培育、数字化工具赋能、高价值产品结构

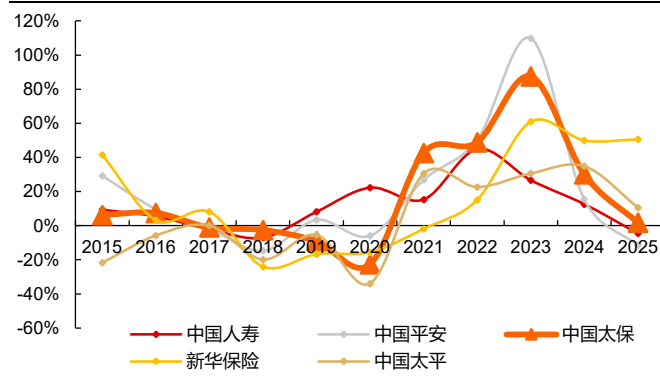
优化等，实现了规模收缩、价值扩张的高质量转型，也为个险渠道价值基本盘提供了核心支撑。

图 26：中国太保代理人人均产能大幅提升（元/月）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：代理人人均产能同比增速，太保提升明显（%）

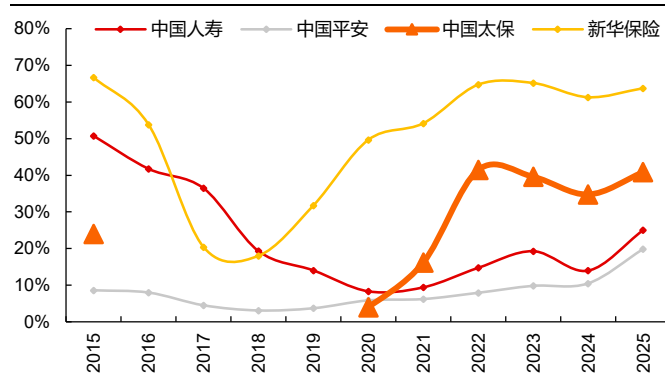


资料来源：公司公告，长江证券研究所

银保渠道提质扩容，成长动能持续增强

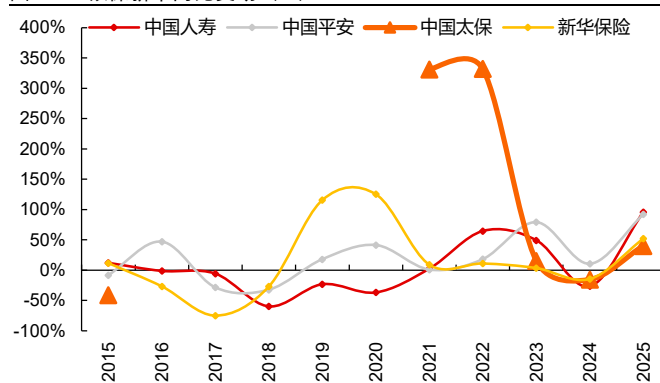
近年来伴随存款搬家等，银保渠道重要性再次凸显。头部在银保市场上的竞争优势与参与积极性明显提升，集中度预计向好。行业经历了“报行合一”、预定利率下调、银保“1+3”合作限制放开等多项政策后，佣金率压缩及高价值产品占比提升，银保业务价值属性凸显，银保竞争回归到产品与服务的本质，头部竞争优势与重视程度明显提升。

图 28：银保新单占总新单比，银保渠道重要性再次凸显（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29：银保新单同比变动（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

中国太保银保渠道经历“主动收缩-战略重启”阶段，率先推出“芯”银保战略，聚焦银保渠道价值提升。1) 2014 年，银保渠道暴露出较多问题，叠加“90 号文”等监管文件陆续出台，银保渠道发展进入逆周期，太保主动收缩低价值银保业务、聚焦个险深耕；2) 2021 年，在行业产品结构调整、居民储蓄需求旺盛的背景之下，太保全面开启长航行动，并重启“价值银保”，构建价值银保“芯”模式，实施价值网点、价值产品、高质量队伍三大价值策略。

图 30：中国太保“芯”银保顶层设计



资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

图 31：中国太保“芯”银保关键优势

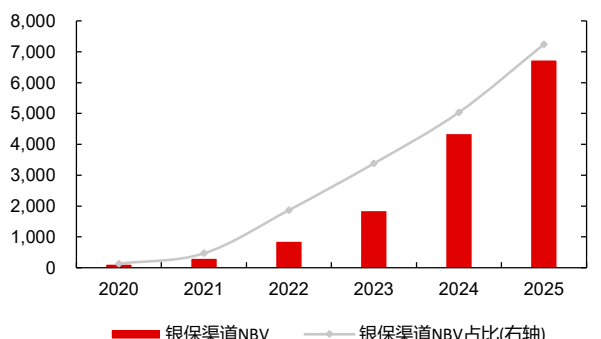


资料来源：公司开放日材料，长江证券研究所

重启银保渠道后成为第二增长引擎，未来成长空间值得期待。在银保渠道重建后的几年内，太保寿险有序布局战略区域、战略渠道合作，同时加快建设底层支撑能力与体系，实现银保渠道整体贡献较快增长。

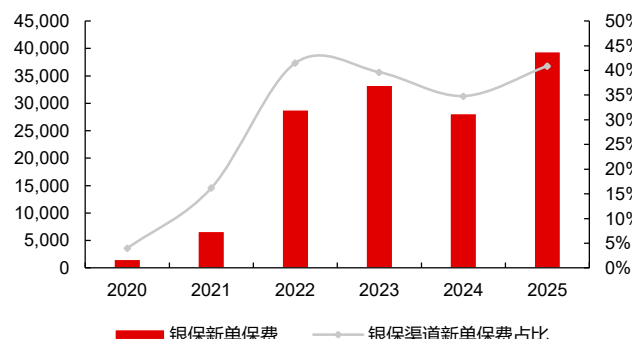
1) 量增，银保渠道对公司的贡献度明显提升。2022 年价值银保“芯”模式落地后银保渠道发展驶入快车道，银保渠道新业务价值占比/新单保费占比快速攀升至 9.3%/ 41.5%，2025 年新业务价值占比大幅增至 36.2%，成为公司新业务价值增长的核心支柱。

图 32：中国太保银保渠道 NBV 及占比（亿元、%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

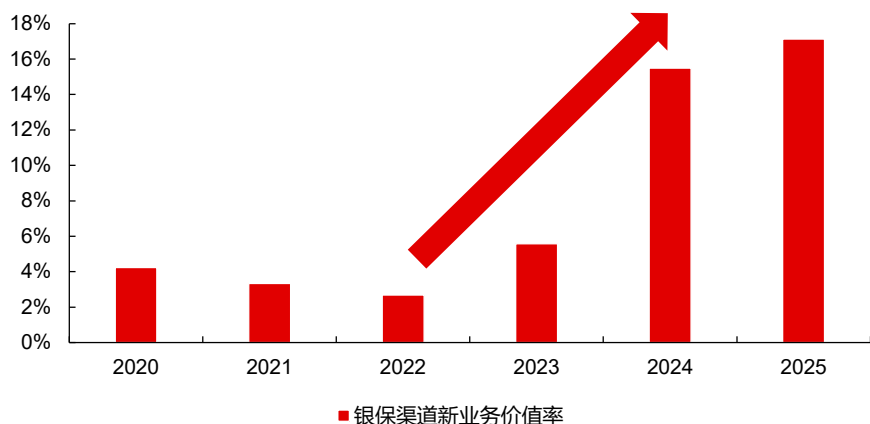
图 33：中国太保银保渠道新单保费及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2) 质提，银保渠道价值也持续改善。近几年太保寿险不仅迅速在银保市场站稳脚跟，更展现出突出的长期价值属性。“芯”银保战略改革下太保提前完成渠道模式升级、资源布局与生态搭建，形成了明显的先发优势，推动银保渠道向高质量发展与精细化经营迈进。2022 年以来太保银保渠道新业务价值率呈现稳步提升趋势，2025 年进一步提升至 17.1%。

图 34：中国太保银保渠道新业务价值率稳步提升（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

锚定十五五规划，全面落地大康养战略

面向“十五五”，太保将大健康战略全面升级为大康养战略。“十四五”规划明确“积极应对人口老龄化，全面推进健康中国建设”，“十五五”规划强调“健全养老事业和产业协同发展政策机制，加快建设健康中国”。面向十五五，中国太保正式将原有大健康战略全面升级为大康养战略，并将大康养列为集团三大核心战略（大康养、国际化、人工智能+）之一，进一步明确了“1234”战略框架：具体来看，以打造大康养“一体化”生态为一个战略方向，强化保险投资与康养服务两大集群联动，围绕增长共生、场景共融、价值共创三类核心策略展开，同时依托组织管理、人才培养、科技支撑、品质管控四项保障筑牢根基，推动康养产业高质量发展。

图 35：中国太保“大康养”一体化产服生态



资料来源：公司公告，长江证券研究所

作为应对人口老龄化的核心布局，中国太保大康养战略逐步从“体系构建”进入“价值释放”的关键阶段，2025 年围绕“产品+服务”双轮驱动，实现了普惠保障与高端服务的协同发展。

产品端，健康保障更全面。大力发展第三支柱养老保险，推出多款分红年金特色产品，完善多元渠道养老产品布局，2025 年商保年金新保规模保费 430.42 亿元，同比增长 93.4%；创新推出重疾险、中高端医疗险等产品，深化“保险+服务”模式，2025 年健康险新保规模保费 138.45 亿元，同比增长 2.8%。

服务端，中国太保已构建起“机构养老+居家养老+康复医疗”三位一体的服务网络：太保家园完成全国“13 城 15 园”布局，建成交付床位数超 1.1 万张，在住长者超 3000 人；百岁居持续升级居家养老服务体验，聚焦“安全、就医、照护”服务能力，扩大服务覆盖面。在康复服务方面，“源申康复”已完成 3 家医院布局，其中厦门、济南医院已正式投入运营。青少年健康促进聚焦肌骨健康能力建设，已落地 3 家门店。依托“防-诊-疗-复-养”康养服务体系，持续优化目标客群服务体验，增强客户粘性，赋能主业发展。

图 36：大康养方面，太保家园+源申康复医院提升健康养老服务能级



资料来源：开放日材料，长江证券研究所

图 37：太保家园在全国落地“13 城 15 园”



资料来源：公司官网，长江证券研究所

表 6：太保家园全国布局，已落地“13 城 15 园”

社区类型	养老社区	状态	医疗配套	定位
(城市型) 康养社区	上海普陀国际康养社区	2023 年 9 月 开业	普陀中心医院、长征镇社区卫生中心	拟打造集生活照料、康复保健、精神慰藉为一体的城市型高品质康养社区
	上海静安国际康养社区	2025 年 9 月 开业	上海市第十人民医院(三甲)、同济大学附属第四人民医院、上海市皮肤病医院、市北医院	拟打造首个品质型普惠养老社区，并将以此项目为试点，探索打造 15 分钟“社区养老服务圈”
	青岛国际康养社区	2023 年 12 月 15 日 开业	青岛市市立医院、海军第九七一医院等三甲医院、青岛大学附属心血管医院、青岛按摩康复医院等专科医院	位于青岛市南区核心繁华地段，定位为城市型国际康养社区。项目周边交通配套完善，旅游景点环绕，医疗资源丰富。以高品质照护服务为主，并可提供少量旅居服务。
(城郊型) 颐养社区	成都国际颐养社区	2021 年 10 月 29 日 开业	四川省人民医院温江医院、成都市第五人民医院、金马镇社区卫生服务中心	社区落址医养资源丰富的成都医学城 A 区，总建筑面积约 26.7 万平米，一期总建筑面积约 11.7 万平米，拥有自理公寓约 600 套，护理床位超过 200 张。社区独具匠心地将国际 CCRC 养老社区理念与蜀地文化特色相融合，为独立生活、介助生活、专业护理(含记忆照顾)三类长者提供高品质服务
	杭州国际颐养社区	2022 年 7 月 30 日 开业	浙江省人民医院临安院区、临安骨伤科医院等	社区位于杭州市临安区，地处天目医药港科创综合配套功能区内，是杭州城西科创大走廊大健康产业板块战略中心。社区一期建筑面积约 10 万平米，含自理公寓 500 余套，亲情公寓 100 余间以及超过 300 张医疗护理床位。公区配套约 1.8 万平米，包括游泳池、图书馆、台球室、棋牌室、健身中心、音乐教室、手工室、书画室、SPA 馆、影音室等，满足长者兴趣的培养和深造，打造雅趣共赏的文娱时光
	上海崇明国际颐养社区	2023 年 12 月 18 日 开业	上海交通大学医学院附属新华医院崇明分院	位于上海市崇明区，总建筑面积约 11.7 万平米。发挥崇明作为世界级生态岛、中国长寿之乡和沿海大通道重要节点等多重优

				势，打造富有海派韵味的国际健康养老养生社区，以及全国中高端保险客户体验入住的示范性旗舰项目
(旅居型) 乐养社区	厦门国际颐养社区	已开业	厦门医学院附属第二医院、四川大学华西厦门医院、厦门源申康复医院	位于厦门市集美区环东海域板块，为全国旅居长者及当地长住长者提供高品质养老服务。项目距滨海浪漫线仅 1.3 公里，将发挥周边配套成熟、旅游资源丰富的优势，打造富有闽南文化特色的滨海型高端颐养社区
	南京国际颐养社区	2023 年 12 月 9 日开业	仙林鼓楼医院、江苏省中医院(仙林分院)、南京市栖霞区医院等	社区位于南京市栖霞区，建筑面积约 2.7 万平米。将发挥项目周边交通便利、配套成熟、人文荟萃、环境秀美的优势，打造绿色、人文、优雅、舒适的城市型精品颐养社区，为自理型、专业护理型长者提供高品质服务
	武汉国际颐养社区	2024 年 10 月 23 日开业	15 分钟医疗圈内覆盖六家综合医院，其中包括武汉中医医院汉阳院区、武汉亚心总医院等四家三甲医院	位于武汉市汉阳区，建筑面积约 12.2 万平米。周边高质量医疗、教育资源集聚。拟打造医养结合的中高端 CCRC 全龄化养老社区项目为入住老人提供自理、协助、专业护理的一站式老年生活解决方案
	郑州国际颐养社区	2025 年 9 月 19 日开业	阜外华中心血管病医院(三甲)、郑州大学第一附属医院	位于郑东新区白沙园区生命科学园，距郑州市核心区、郑东新区 CBD 约 30 分钟车程。社区建成后，将面向中原城市群的广大长者，提供自理型、介护和专业护理型的一站式老年生活解决方案
	北京国际颐养社区	2025 年 12 月 开业	北京航天总医院(三甲)、大兴中西医结合医院(三甲)、首都医科大学附属北京同仁医院(三甲)	定位于生态优良，生活便利，医养结合，优质服务，打造“首善之都”高品质养老社区
	广州国际颐养社区	建设中	广州医科大学附属中医医院、广州华侨医院东圃院区、南方医科大学第三附属医院、中山大学附属第六医院、暨南大学附属第一医院	在自然生态景观与科技创新产业融合的宜居智慧园区中，打造中国太保在华南地区的“大健康、大养老”区域服务中心
	苏州国际颐养社区	已开业	苏州市医院总院	位于苏州市吴中区太湖新城，项目定位为医养结合的城市型、精品颐养社区，面向长三角提供自理、专业护理和健康诊疗的一站式老年生活解决方案
	大理国际乐养社区	2021 年 10 月 29 日开业	大理大学第一附属医院、大理市第一人民医院、大理南山医院	社区位于大理市大理镇，社区一期建筑面积 2 万多平米，拥有旅居公寓 100 余套。社区由接待中心、活动中心、健康理疗中心、公寓楼共 13 栋建筑组成，为客人提供住宿、餐饮、健康测评、理疗康养、娱乐、会议等全面、贴心、一站式的综合性服务
	三亚国际乐养社区	2025 年 12 月	301 解放军总医院海南医院	"闻名全国的候鸟式旅居养老目的地。社区定位为疗愈型的健康养生度假中心，满足全龄人群的居住需要

资料来源：公司官网，长江证券研究所

大康养生态正推动太保从“保单经营”向“客户经营”升级，初步实现了保险主业与康养服务“双向赋能”的良性循环。展望未来，大康养战略的持续深化不仅为太保找到了应对行业转型、抵御市场竞争的核心支撑，也培育了稳定的第二增长曲线，为“十五五”期间的高质量发展奠定了坚实基础。

投资建议：低估值龙头，价值修复可期

在行业深化改革、回归价值的大背景下，太保凭借极致稳健的经营底色与前瞻性的战略布局，已完成从阵痛转型到价值释放的关键切换。负债端，新业务价值强劲反弹、个险产能重塑、银保新渠道放量，支撑核心盈利增长；资产端，优化资产负债匹配，投资表现稳健，长期资金与康养产业深度联动，构建了穿越周期的抗波动属性。

当前估值处于历史底部，进入配置性价比区间。截至 2026 年 4 月 28 日收盘，公司股价对应 2026E PEV 仅 0.48x，处于 2012 年以来估值分位的 18.1%，处于历史底部区间，配置性价比突出。当前公司估值与其龙头地位与基本面改善程度存在错配，建议重点把握低估值修复与康养红利的双重机遇，长期看好公司在中度老龄化社会中的核心竞争力与市值空间。

图 38：中国太保估值位于 2012 年以来 18.1%分位，处于历史底部区间



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：数据截止 2026.4.28

风险提示

- 1、相关政策出现较大调整：保险业经营、产品设计及服务均受严格监管，政策大幅变化可能会导致经营逻辑发生显著调整。
- 2、资本市场大幅波动：保险公司持有大量的固收及权益资产，在资本市场大幅波动时会导致公司基本面发生巨大波动。
- 3、行业竞争加剧：行业竞争加剧情况下，费差损及潜在利差损风险可能升高。
- 4、盈利预测假设不及预期：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于各项目行业周期及公司公开信息进行系列假设。若假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差。

表 7：公司盈利敏感性分析（单位：亿元）

	悲观情形		基准情形		乐观情形	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
新单保费	115,999	137,192	117,525	142,079	119,076	145,630
同比	27.1%	18.3%	28.7%	20.9%	30.4%	22.3%
新业务价值	21,201	24,106	21,510	24,984	21,783	25,618
同比	13.9%	13.7%	15.6%	16.1%	17.1%	17.6%
归属净利润	49,957	48,362	55,851	57,666	58,590	63,737
同比	-6.6%	-3.2%	4.4%	3.2%	9.5%	8.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

单位：百万元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
新单保费	66,271	82,876	78,934	91,290	117,525	142,079	177,027
同比	35.5%	25.1%	-4.8%	15.7%	28.7%	20.9%	24.6%
个险	-21.5%	41.1%	14.0%	0.0%	35.0%	10.0%	10.0%
银保	330.5%	16.0%	-15.6%	80.0%	30.0%	35.0%	40.0%
其他	12.4%	17.7%	-19.0%	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%
新业务价值	9,205	10,962	13,258	18,609	21,510	24,984	30,707
同比	-31.4%	19.1%	20.9%	40.4%	15.6%	16.1%	22.9%
个险	-36.2%	8.8%	5.2%	13.0%	19.7%	10.0%	10.0%
银保	174.8%	115.6%	80.2%	80.0%	13.9%	35.7%	40.7%
其他	-72.0%	457.1%	869.8%	187.1%	-15.0%	-60.7%	15.5%
内含价值	519,621	529,493	562,066	613,365	686,633	765,128	855,531
较年初	4.3%	1.9%	6.2%	9.1%	11.9%	11.4%	11.8%
归属净利润	24,609	27,257	44,960	53,505	55,851	57,666	60,392
同比	-8.3%	10.8%	64.9%	19.0%	4.4%	3.2%	4.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。